



N a r o d o w y B a n k P o l s k i
I n s t y t u t E k o n o m i c z n y

B i u r o S t r a t e g i i P o l i t y k i P i e n i ęż n e j

29 listopada 2011r.

Grzegorz Wesołowski
Piotr Żuk

Rola komunikacji banków centralnych z otoczeniem

Streszczenie

Celem poniższego opracowania jest omówienie roli komunikacji w mechanizmie transmisji polityki pieniężnej w oparciu o najnowsze badania tego zagadnienia. Sekcja I przedstawia kształtowanie się konsensusu w bankowości centralnej dotyczącego roli komunikacji i transparentności banków centralnych w ujęciu historycznym. Następnie, w sekcji II omówione zostały wybrane (spośród obecnie dyskutowanych w literaturze) narzędzia komunikacji, poprzez które banki centralne oddziałują na otoczenie. Sekcja III zawiera przegląd ostatnio publikowanych prac badawczych dotyczących wpływu komunikacji banków centralnych na ceny aktywów na rynkach finansowych (głównie na średnio- i długoterminowe stopy procentowe). Z kolei w sekcji IV przedstawiona jest najnowsza literatura dotycząca wpływu komunikacji na kształtowanie się oczekiwań inflacyjnych. Sekcja V zawiera wnioski.

I. Zarys historyczny i podstawy teoretyczne

Do początku lat 90-tych w polityce pieniężnej obowiązywał konsensus, w myśl którego **bank centralny nie powinien transparentnie informować o swoich działaniach i ich motywacji**. Uzasadnieniem dla tego podejścia były:

- problem **niespójności polityki pieniężnej w czasie** (Kydland i Prescott 1977, Calvo 1978) – w celu uniknięcia presji ze strony polityków na wykorzystanie krótkookresowej wymiennosci pomiędzy zatrudnieniem a inflacją (co prowadziłoby do wzrostu inflacji w długim okresie) banki centralne skrywały swoje rzeczywiste intencje i czyniły działania nieprzejrzystymi (Mishkin 2004);
- pogląd, iż pełna **transparentność banku centralnego poprzez uniemożliwienie kreowania niespodzianek zmniejszałaby efektywność polityki pieniężnej** (Cukierman i Meltzer 1986) – teza ta była jednak oparta na założeniach, iż bank centralny może oddziaływać na gospodarkę jedynie poprzez nieoczekiwaną zmianę podaży pieniądza, a preferencje banku centralnego nie są znane społeczeństwu.

Od początku lat 90-tych, wraz z przyjmowaniem strategii bezpośredniego celu inflacyjnego przez rosnącą liczbę banków centralnych na świecie, **powstał nowy konsensus w teorii i praktyce polityki pieniężnej**. Zgodnie z nim sposobem na rozwiązanie problemu niespójności polityki pieniężnej w czasie stało się zwiększenie transparentności i poprawa komunikacji (Mishkin 2004), która utrudnia podejmowanie przez bank centralny działań niezgodnych z utrzymywaniem inflacji na poziomie celu inflacyjnego. Równocześnie tezy stawiane przez A. Cukiermana i A. Meltzera uznano za dyskusyjne ze względu na anachroniczność przyjmowanych przy ich konstruowaniu założeń (Gosselin i in. 2007).

Obecnie szeroko akceptowanym poglądem jest to, iż bank centralny wpływa na decyzje podmiotów gospodarczych, dotyczące konsumpcji i inwestycji, oddziałując na średnio- i długoterminowe stopy procentowe poprzez **kształtowanie oczekiwań** tych podmiotów odnośnie do przyszłej ścieżki stóp procentowych oraz inflacji. Bieżący poziom krótkoterminowej stopy procentowej (na którą bank centralny wpływa zwykle bezpośrednio) ma ograniczony wpływ na poziom średnio- i długoterminowej stopy procentowej, a więc i również na decyzje gospodarcze (Blinder i in. 2008, Blattner i in. 2008)¹.

Komunikacja przyszłych decyzji banku centralnego byłaby nieistotna, gdyby podmioty gospodarcze potrafiły trafnie przewidywać przyszłą ścieżkę stóp procentowych jedynie na podstawie napływających z gospodarki danych. W rzeczywistości normą jest jednak, iż warunki to umożliwiające nie są spełnione, bowiem (Blinder i in. 2008):

- zależności w gospodarce i funkcje reakcji banku centralnego nie są stałe;

¹ Wpływ krótkoterminowej stopy procentowej wiąże się z istotnością kanału transmisji polityki monetarnej poprzez kurs walutowy i skalą oddziaływania krótkoterminowej stopy na kurs walutowy. Czym większy wpływ krótkoterminowych stóp procentowych na kurs walutowy i czym istotniejszy jest ten kurs dla podmiotów gospodarczych, tym wpływ krótkoterminowej stopy procentowej na decyzje gospodarcze gospodarstw domowych i przedsiębiorstw jest większy.

- podmioty gospodarcze uczą się sposobu reagowania banku centralnego na sytuacje w gospodarce, a między nimi a bankiem centralnym występuje asymetria informacyjna;
- podmioty gospodarcze nie zawsze formułują oczekiwania w sposób racjonalny.

Co za tym idzie, istotnym narzędziem, poprzez które bank centralny może wpływać na oczekiwania podmiotów gospodarczych – a przez nie na ich zachowania – jest komunikacja. **Komunikacja banku centralnego wpływa na oczekiwania uczestników życia gospodarczego** w momencie przekazania przez bank centralny określonego komunikatu (tj. np. upubliczniania dokumentów lub wypowiedzi prezentujących opinie członków ciała decyzyjnego). Oznaką tego są zmiany oczekiwań dotyczących przyszłych stóp procentowych (implikowanych z cen aktywów), którym towarzyszy chwilowy wzrost zmienności na rynkach finansowych. Samej **decyzji władz monetarnych towarzyszy już jednak mniejsza zmienność, bowiem** – dzięki stosowanym przez bank centralny narzędziom komunikacji – **decyzja ta jest z wyprzedzeniem przewidywana przez podmioty gospodarcze.**

Komunikacja pełni także istotną rolę w sytuacji, gdy nominalne stopy overnight kształtują się na poziomie zbliżonym do zera. Ze względu na fakt, iż dalsza obniżka krótkoterminowych stóp procentowych jest niemożliwa, potencjalnym **narzędziem umożliwiającym stymulowanie gospodarki** jest przekonanie społeczeństwa, iż stopy te będą utrzymywane na niskim poziomie przez dłuższy czas (Bernanke i in. 2004), co powinno przełożyć się na obniżenie długoterminowych stóp procentowych. Znalazło to odzwierciedlenie w opublikowanym po posiedzeniu FOMC w sierpniu br. komunikacie dotyczącym prawdopodobnego pozostawienia stóp procentowych na niskim poziomie przynajmniej do połowy 2013 r.

Drugim ważnym argumentem uzasadniającym wysoką transparentność banków centralnych jest fakt, iż w demokratycznych systemach ich **niezależność jest legitymizowana przez społeczeństwo**, wobec którego bank centralny ma obowiązek rozliczania się z realizacji wyznaczonych celów (ang. *accountability*), dlatego też obowiązkiem banku centralnego jest informowanie o swoich decyzjach i ich uzasadnianie (Blinder i in. 2008).

II. Przedmiot komunikacji

Podstawową informacją, którą bank centralny może upublicznić, jest **strategia**, jaką będzie realizował (choć nie zawsze jest ona ustalana samodzielnie przez bank centralny, por. tabela Aneks) oraz – w przypadku strategii bezpośredniego celu inflacyjnego – poziom celu. Informacja o poziomie celu ułatwia rozliczenie banku centralnego z wykonywanego mandatu oraz pomaga w zakotwiczeniu oczekiwań inflacyjnych podmiotów gospodarczych (Haan, Eijffinger 2000; Blinder i in. 2008).

Istotnym elementem komunikacji jest także **informowanie o decyzjach ciała decyzyjnego dotyczących stóp procentowych.** W latach 80-tych i na początku 90-tych działanie to było silnie kontestowane przez prezesów FED Paula Volckera i Alana Greenspana oraz przez innych ekonomistów (por. Goodfriend 1986) ze względu na postrzeganie przez nich komunikowania

decyzji jako zbyt silnego zobowiązania (Blinder i in. 2008). Obecnie informowanie przez banki centralne o podjętych decyzjach stanowi normę, zaś w nowszej (po 2000 r.) literaturze przedmiotu omawiane są takie zagadnienia jak:

- **Informowanie o planowanych działaniach ciała decyzyjnego**

Wskazuje się, że **komunikacja intencji banku centralnego** (zarówno w ujęciu jakościowym, jak i ilościowym) pozwala rynkowi trafniej przewidywać przyszłe jego decyzje, a zatem **pozwala bankowi centralnemu kształtować oczekiwania**. Tezę taką potwierdzają w szczególności najnowsze badania Ferrero i Secchi (2009). Autorzy uwzględniając doświadczenia FED, EBC oraz banków centralnych Norwegii, Szwecji i Nowej Zelandii pokazują, że komunikowanie przez bank centralny przyszłej ścieżki stóp w sposób jakościowy (w komunikatach regularnie pojawiały się sformułowania, które wprost dotyczyły przyszłego kształtowania się stóp procentowych²) lub ilościowy (prognozowane wartości przyszłych stóp procentowych) było związane z mniejszą średnią zmiennością jednomiesięcznej stopy procentowej w dniach posiedzeń ciał decyzyjnych.

Również inne badania empiryczne dotyczące **jakościowych informacji o przyszłych działaniach Fed i innych banków centralnych** (w postaci nastawienia lub bilansu ryzyk w oficjalnych dokumentach po posiedzeniach) pokazują, że **silnie wpływają one na zachowanie uczestników rynków finansowych**, choć wartość predykcyjna tych jakościowych informacji w analizowanej przez autorów próbie była niewielka (Blinder i in. 2008).

W odniesieniu do roli i celowości **informowania o przyszłych działaniach banków centralnych w sposób ilościowy nie ma obecnie w literaturze konsensusu**. Podczas gdy zwolennicy publikacji ścieżki stóp procentowych wskazują na wspomnianą możliwość kształtowania oczekiwań, jej przeciwnicy przytaczają dwa kontrargumenty: potencjalne skomplikowanie procesu podejmowania decyzji o ścieżce stóp oraz ryzyko, iż podmioty gospodarcze traktowałyby ścieżkę stóp procentowych zawartą w prognozie jako zobowiązanie banku centralnego, nie rozumiejąc jej warunkowego charakteru (Mishkin 2004, Goodhart 2001). Pomimo krótkiej historii publikowania ścieżki stóp procentowych, badania empiryczne nie znajdują jednak dowodów na materializację tego ostatniego ryzyka. Ferrero i Secchi (2009) bazując na przykładzie Banku Nowej Zelandii sugerują, że **uczestnicy rynków finansowych rozumieją warunkowy charakter ścieżki przyszłych stóp procentowych**. Świadczy o tym fakt, iż oczekiwania rynkowe co do stóp procentowych zmieniają się nie tylko wskutek publikacji nowej ścieżki stóp, ale także w reakcji na napływające dane makroekonomiczne. Co więcej, zmiany oczekiwań rynkowych między kolejnymi publikacjami ścieżki stóp procentowych są bliskie faktycznym przyszłym korektom tej ścieżki dokonywanym przez bank centralny. Podobnie Holmsen i in. (2008) wykazują, że publikacja ścieżki stóp procentowych przez Bank Norwegii zmniejszyła wahania stopy procentowej między dniem przed decyzją a dniem po decyzji. Jednocześnie **w literaturze**

² Przykładem takiego sformułowania podanym przez autorów jest fragment z komunikatu prasowego Banku Szwecji po posiedzeniu Zarządu Banku z grudnia 2005 r.: „It is reasonable to assume that the repo rate will need to be increased in future, as the market is currently assuming.”

pojawia się pogląd o małej wartości dodanej dla wzrostu efektywności komunikacji polityki pieniężnej z publikacji przyszłej ścieżki stóp procentowych. Wykorzystując model teoretyczny, Brzoza-Brzezina i Kot (2008) pokazują, że publikacja prognoz makroekonomicznych dostarcza większości możliwych korzyści (jeśli chodzi o trafność oczekiwań podmiotów gospodarczych, a tym samym mniejszą zmienność produkcji i inflacji), a publikacja ścieżki stóp procentowych może już tylko nieznacznie dodatkowo poprawić efektywność komunikacji.

- **Publikacja wyników głosowań**

W literaturze zwraca się uwagę na korzyści, jakie w odniesieniu do **zwiększenia przewidywalności przyszłych decyzji władz monetarnych** mogą płynąć z publikowania informacji o głosowaniach poszczególnych członków ciał decyzyjnych banków centralnych:

Gerlach-Kristen (2004) pokazuje, że publikowanie wyników głosowań pomaga rynkom finansowym przewidzieć decyzje Banku Anglii. Autorka pokazuje, że zawarta w wynikach głosowania **informacja o głosach członków MPC niezgadających się z podejmowaną przez większość decyzją ma wartość predykcyjną dla przewidywania przyszłych decyzji MPC** nawet po uwzględnieniu oczekiwań rynkowych zawartych w kontraktach terminowych na rynku pieniężnym. Powyższy wniosek potwierdzony jest w nowszym artykule Gerlach-Kristen i Meade (2010), w którym autorki dokonują podobnej analizy dla FED. Jednocześnie w badaniu wskazano, iż spadek liczby głosów odrębnych w okresie, gdy prezesem FED był Alan Greenspan, obniżał transparentność banku centralnego i efektywność rynków finansowych.

Podobnie Sirchenko (2011) pokazuje **dużą wartość informacyjną głosów członków Rady Polityki Pieniężnej, którzy głosują przeciwnie do ostatecznej decyzji Rady**. Informacja ta nie jest bowiem uwzględniona w regule Taylora opartej na wynikach większościowego głosowania RPP, oczekiwaniach rynkowych oraz w komunikatach. Na tej podstawie autor wnioskuje, że publikacja wyników głosowań przez NBP przed kolejnym posiedzeniem RPP zwiększyłaby przewidywalność decyzji RPP, co jednak w obecnym stanie prawnym i comiesięcznych posiedzeniach RPP nie jest możliwe.

Z kolei Blinder (2007, 2009) argumentuje, iż **szybka publikacja wyników głosowań jest pożądana w przypadku ciał decyzyjnych o charakterze indywidualistycznym** (w których poszczególni członkowie występują publicznie w swoim imieniu), zaś w przypadku ciał o bardziej kolegialnym charakterze (w których członkowie reprezentują całe ciało decyzyjne) teza taka jest dyskusyjna.

- **Ograniczenia w komunikacji przedstawicieli ciał decyzyjnych w okresie poprzedzającym decyzję (ang. *purdah* lub *blackout period*)**

Uzasadnieniem dla takiego postępowania jest **przeciwdziałanie nadmiernej zmienności cen aktywów** na rynkach finansowych i spekulacji. Ehrmann i Fratzscher (2008) pokazali, że okres poprzedzający decyzję FED charakteryzuje się zwiększoną zmiennością na rynkach finansowych – krótkoterminowe stopy procentowe reagują wtedy 3-4 razy mocniej na wypowiedzi członków FED niż w innych okresach.

- **Ograniczenia w komunikacji wynikające z próby zmniejszenia problemu kakofonii**

Efekt kakofonii polega na tym, że zróżnicowane głosy członków ciała decyzyjnego mogą w niespójny sposób tłumaczyć kolegialnie podjętą decyzję (Blinder 2007, 2009). Blinder (2004) zwraca uwagę, iż zbyt wiele odmiennych głosów członków ciała decyzyjnego może doprowadzić do szumu informacyjnego i obniżyć efektywność komunikacji.

Oprócz sposobu i zakresu informowania o decyzjach i nastawieniu władz monetarnych w literaturze zwraca się także uwagę na rolę jakości dokumentów ciał decyzyjnych:

- **Wyższa jakość raportów o inflacji** (odczuwana subiektywnie) **wraz z zawartymi w nich prognozami pomaga rynkom finansowym przewidywać przyszłe działania banku centralnego**. Fracasso i in. (2003), wykorzystując wyniki rozbudowanej ankiety przeprowadzonej wśród magistrantów/doktorantów ekonomii (*graduate students*), którzy przeczytali i ocenili 20 raportów o inflacji opublikowanych w 2002 r., pokazali istotny statystycznie związek pomiędzy jakością raportów o inflacji (mierzoną w kategoriach kompletności, jasności stylu języka, zawartości informacyjnej, jakości ocen zawartych w raporcie) a przewidywalnością decyzji. Autorzy interpretują tę zależność na dwa sposoby. Po pierwsze, wyższa jakość raportów o inflacji pomaga rynkom finansowym lepiej przewidywać działania banków centralnych. Po drugie banki centralne zatrudniające wysokiej jakości pracowników dostarczają zarówno dobrą i przewidywalną politykę pieniężną, jak i wysokiej jakości raporty o inflacji.
- **Wyższa jasność przekazu i pisemnej komunikacji prowadzi do spadku zmienności cen instrumentów finansowych i rynkowych stóp procentowych**. Jansen (2010) pokazuje, że jasność komunikacji Fed z lat 1979-2009 (mierzona wskaźnikiem łatwości czytania tekstu bazującym na takich jego charakterystykach jak np. długość tekstu) przekładała się na spadek zmienności rynkowych stóp procentowych, kursu euro wobec dolara amerykańskiego oraz indeksu Dow Jones.

III. Oddziaływanie komunikacji banków centralnych na ceny instrumentów finansowych oraz przewidywalność polityki pieniężnej

Badania empiryczne wskazują, iż **komunikacja banków centralnych znacząco wpływa na zmienność cen instrumentów finansowych (zwłaszcza rentowności obligacji) i prowadzi do wzrostu przewidywalności polityki pieniężnej.**

W ostatnich latach powstał szereg artykułów dotyczących wpływu komunikacji banków centralnych na ceny instrumentów finansowych **w gospodarkach rozwiniętych.** Dotyczą one zagadnień takich jak:

a) Wpływ komunikacji na zmienność cen instrumentów finansowych

Wpływ komunikacji na zmienność cen instrumentów finansowych może świadczyć o istotnej roli, jaką komunikacja odgrywa w transmisji polityki pieniężnej poprzez rynki finansowe. Jak wskazują jednak Blinder i in. (2008) na podstawie takiej obserwacji nie można stwierdzić, czy zmiana cen instrumentów finansowych następuje w kierunku pożądanym przez władze monetarne. Co więcej, trudno określić, czy wzrost zmienności wynika ze zwiększonej czy zmniejszonej³ niepewności na rynkach. Poniżej zaprezentowane są wybrane artykuły dotyczące zagadnienia wpływu komunikacji na ceny na rynkach finansowych:

- Kohn i Sack (2004) przeprowadzają badania dotyczące komunikacji Fed w latach 1989-2003, w tym oświadczeń FOMC, oświadczeń Alana Greenspana wygłaszanych przed Kongresem oraz innych przemówień Alana Greenspana. Dowodzą, iż **komunikaty FOMC prowadzą do wzrostu zmienności krótko- i średnioterminowych stóp procentowych (do 2 lat).** W przypadku oświadczeń Alana Greenspana przed Kongresem wpływ ten dotyczył całej krzywej dochodowości. Inne przemówienia Alana Greenspana nie wpływały na zmienność stóp.
- Podobne badanie dotyczące komunikacji EBC w latach 1999-2003 przeprowadzili Sebestyen i Sicilia (2005). Pokazali, iż **publikowane po posiedzeniu EBC komunikaty (*Introductory Statement*) prowadzą do wzrostu zmienności stóp procentowych** (od 3-miesięcznych do 5-letnich). Z kolei Anderson i in. (2006) stwierdzają, iż zarówno po ogłoszeniu decyzji EBC, jak i odczytaniu *Introductory Statement* przez prezesa EBC w latach 1999-2005 zwiększała się zmienność cen na rynku długoterminowych obligacji niemieckich.
- Reeves i Sawicki (2007) analizując komunikację Banku Anglii w latach 1997-2004 stwierdzają, iż **publikacja minutes istotnie oddziałuje** (tj. powoduje wzrost zmienności) **na ceny kontraktów na krótko- i długoterminowe stopy procentowe,** a więc prowadzi do zmiany oczekiwań rynkowych. Wpływ ten jest jednak istotny jedynie dla okresu, w którym publikacja *minutes* miała miejsce przed kolejnym posiedzeniem Rady (po 2 tygodniach po posiedzeniu, tj. od listopada 1998 do grudnia 2004 r.). **Według tego samego badania również publikacja raportów o inflacji powoduje większą zmienność na rynku krótko- i długoterminowych stóp procentowych.** Autorzy nie znajdują jednak wpływu w przypadku oświadczeń przed parlamentem i wypowiedzi członków Rady.
- Z kolei Ehrmann i Fratzscher (2007) wskazali, iż **komunikacja banku centralnego wpływa na stopy procentowe zgodnie z intencjami władz monetarnych,** a więc stanowisko sugerujące

³ Wzrost zmienności może być efektem reakcji rynków na nową informację, która zmniejsza niepewność.

zacieśnianie polityki pieniężnej prowadziło do wzrostu stóp i odwrotnie – w przypadku sygnalizowania rozluźnienia polityki pieniężnej następował spadek stóp procentowych. Badania te dotyczyły związku między wywiadami, wypowiedziami i oświadczeniami członków ciał decyzyjnych a rynkowymi stopami procentowymi (o terminie do 5 lat), w przypadku Fed, Banku Anglii i EBC.

b) Wpływ komunikacji na przewidywalność polityki pieniężnej

W literaturze pojawiają się także badania wskazujące na wzrost przewidywalności działań władz monetarnych, będący rezultatem odpowiedniej komunikacji. Badania empiryczne nie dają jednak jednoznacznej odpowiedzi, które konkretnie formy komunikacji szczególnie przyczyniają się do wzrostu przewidywalności działań banków centralnych (de Haan i Jansen 2009):

- Swanson (2006) stwierdza, iż od końca lat 80-tych znaczącej poprawie uległa **zdolność rynków oraz prywatnych podmiotów do przewidywania stóp procentowych** w horyzoncie do 7 miesięcy, co przypisuje lepszej komunikacji Fed, w tym m.in: ogłaszaniu zmian stóp procentowych od 1994 r., wskazywaniu na nastawienie w polityce pieniężnej za pomocą bilansu ryzyk od 1999 r. oraz publikacji wyników głosowań od 2002 r.
- Rozpoczęcie przez Fed w 1994 r. ogłaszania decyzji o zmianie stóp procentowych w dniu jej podjęcia doprowadziło nie tylko do znaczącego **spadku niepewności na rynkach** (Poole i Rasche 2003, Swanson 2006, Lange i in. 2003), ale również **umożliwiło zmniejszenie skali operacji otwartego rynku** przeprowadzanych przez Fed w celu zmiany rynkowych stóp procentowych (Demiralp i Jorda 2002).
- Bernoth i Von Hagen (2004) pokazują, iż dzięki odpowiedniej komunikacji EBC rynki finansowe – średnio rzecz biorąc – trafnie przewidywały krótkoterminowe stopy procentowe. Niemniej autorzy zastrzegają, że niektóre decyzje EBC stanowiły niespodziankę dla rynków, o czym świadczy zwiększona zmienność terminowych stóp procentowych w dniu podjęcia niektórych decyzji.
- Shmidt i Nautz (2010) stwierdzają, że błędy w prognozowaniu przez rynek stóp procentowych wynikały (zwłaszcza na początku funkcjonowania EBC) z tego, że nie było jasne, w jaki sposób bank reaguje na wahania produkcji i inflację.

Jednocześnie w ostatnich latach powstały również prace dotyczące wpływu komunikacji banków centralnych na ceny instrumentów finansowych (w tym przede wszystkim rentowności obligacji) **w gospodarkach rozwijających się**, w tym w Polsce:

- Rozkrut (2008) badając reakcję rynku finansowego na **wypowiedzi członków RPP** w latach 2001-2006 **dotyczące przyszłej polityki pieniężnej oraz przyszłej sytuacji gospodarczej** stwierdza, iż **wpływały one na zmianę rynkowych stóp procentowych** (od 3 miesięcznych do 5 letnich). **Komunikaty NBP** wskazujące na przyszłe zmiany w polityce pieniężnej **prowadziły zaś do zmiany 2-letniej i 5-letniej stopy procentowej**. Zarówno **wypowiedzi członków RPP, jak i komunikaty NBP zmieniały stopy rynkowe w zamierzonym kierunku**. Badanie wskazało ponadto, że **rynki silniej reagowały na wypowiedzi członków RPP, którzy głosują zgodnie z decyzjami całej Rady, rzadziej wypowiadają się publicznie, a ich wypowiedzi są spójne z późniejszymi głosowaniami**. W badaniu nie stwierdzono wpływu komunikatów RPP i wypowiedzi członków Rady na kurs złotego. Równocześnie rynki

finansowe nie reagowały na wypowiedzi członków Rady dotyczące kursu walutowego oraz sytuacji sektora finansów publicznych.

- W tym samym artykule Rozkrut (2008) pokazuje, iż **częstsze wypowiedzi członków RPP między posiedzeniami prowadziły do wzrostu przewidywalności decyzji**. Równocześnie przewidywalność rosła wraz ze **spójnością wypowiedzi między poszczególnymi członkami Rady**.
- Garcia Herrero i Remolona (2008) przeprowadzili badania dla rejonu Azji i Pacyfiku i pokazali, że komunikaty polityki pieniężnej stanowią większe zaskoczenie dla rynków niż publikacja innych informacji (danych) makroekonomicznych. Autorzy interpretują to jako negatywne zjawisko świadczące o niedostatecznej komunikacji banków centralnych tego regionu i wskazują na istotną rolę **jakości interpretacji danych i strategii** przez władze monetarne dla zmniejszenia zmienności cen instrumentów finansowych. Jednocześnie, za pozytywną zmianę w polityce komunikacyjnej tych banków centralnych autorzy uznali **uwzględnianie w komunikatach informacji nakierowanej na przyszłość** (ang. *forward looking*).
- Sahminan (2008) analizując wpływ komunikatów i wypowiedzi przedstawicieli banków centralnych Indonezji i Tajlandii pokazuje, że stopy rynkowe zachowują się zgodnie z wydźwiękiem komunikatu najczęściej w przypadku, gdy wskazuje on na poluzowanie polityki pieniężnej. Najprawdopodobniej ma to związek z faktem, że w przeszłości banki te podejmowały decyzje spójne z wydźwiękiem komunikatów głównie w przypadku obniżania stóp procentowych, co podkreśla istotność **spójności komunikacji z działaniami władz monetarnych**. Jednocześnie Sahminan pokazuje, że większą efektywnością wypowiedzi przedstawicieli banków centralnych w oddziaływaniu na rynki finansowe charakteryzuje się Bank Tajlandii, co również można wiązać z tym, że w przeszłości wypowiedzi decydentów tego banku były lepszym predyktorem ich przyszłych decyzji.

IV. Oddziaływanie komunikacji banków centralnych na oczekiwania inflacyjne

Badania empiryczne wskazują, iż przyjęcie strategii bezpośredniego celu inflacyjnego prowadzi do lepszego zakotwiczenia oczekiwań inflacyjnych (por. poprzednia edycja materiału: *Strategia bezpośredniego celu inflacyjnego: podstawy teoretyczne, rozwiązania instytucjonalne w wybranych bankach centralnych i wyzwania związane z globalnym kryzysem gospodarczym, 2010*)⁴.

Wpływ pozostałych narzędzi komunikacji banku centralnego na oczekiwania inflacyjne jest jednak niejednoznaczny:

- **Czogała i Kot (2007) wskazują, iż w latach 2001-2005 poziom racjonalności oczekiwań inflacyjnych polskich przedsiębiorstw (mierzony ich zdolnością do przewidzenia przyszłej inflacji) nie ulegał poprawie, mimo wzrostu przejrzystości polityki pieniężnej.** Autorzy

⁴ Warto również zauważyć, że średnia z prognoz inflacji w Polsce na dłuższy okres (lata 2014-2015) wśród profesjonalnych prognostów zbiega do 2,5%, a więc do celu inflacyjnego NBP (patrz: „Prognozy makroekonomiczne profesjonalnych prognostów. Wyniki eksperymentalnej rundy Ankiety Makroekonomicznej NBP, wrzesień 2011 r.”).

stwierdzają, iż w pierwszych latach stosowania przez NBP strategii bezpośredniego celu inflacyjnego komunikacja Banku nakierowana była głównie na przeszłość i nie pomagała przedsiębiorstwom trafnie przewidywać przyszłej inflacji. W latach 2004-2005 komunikacja NBP stała się w większym stopniu nakierowana na przyszłość (w tym w Raporcie o Inflacji została zamieszczona projekcja inflacji), jakkolwiek nie poprawiło to oczekiwań przedsiębiorstw. Autorzy podkreślają jednak, iż **pozytywne skutki poprawy komunikacji mogły nie zostać w pełni zidentyfikowane ze względu na opóźnienia między zmianami w przejrzystości a ich wpływem na oczekiwania przedsiębiorstw.**

- Ehrmann i Fratzscher (2007) badając **wpływ** nakierowanych na przyszłość (wskazujących na przyszłe poluzowanie albo zacieśnienie polityki pieniężnej) **przemówień, wywiadów i oświadczeń** członków ciał decyzyjnych Fed, EBC oraz Banku Anglii **na oczekiwania inflacyjne** (wyznaczone na podstawie rentowności obligacji indeksowanych inflacją) stwierdzają, iż **nie jest on statystycznie istotny.**
- Jansen i De Haan (2007) analizując częstość i siłę użycia słowa „czujność” (ang. *vigilance*) w komunikacji EBC między czerwcem 2003 a grudniem 2005, pokazują, iż **doprowadziła ona do nieznacznego zmniejszenia oczekiwań inflacyjnych** (również wyznaczonych na podstawie rentowności obligacji). Oznacza to, że w pewnym stopniu zastąpiła ona zmianę parametrów polityki pieniężnej. Wpływ komunikacji na oczekiwania inflacyjne był jednak bardzo nieznaczący i dotyczył jedynie okresu, w którym podwyżka stóp procentowych była bardzo prawdopodobna (tj. drugiej połowy 2005 r.). Wnioskiem z tego badania jest, iż rola komunikacji może być szczególnie istotna, gdy jest ona spójna z późniejszymi decyzjami władz monetarnych.
- Ullrich (2008) stwierdza, iż **komunikacja EBC wskazująca na zagrożenia inflacyjne prowadziła do wzrostu oczekiwań inflacyjnych wśród ekspertów rynkowych.** Jansen i De Haan (2009) wyciągają z tego badania wnioski, iż eksperci rynkowi nie wierzą, iż EBC będzie prowadził politykę monetarną w taki sposób, by inflacja nie odchyłała się istotnie od celu.

V. Wnioski

Obecnie szeroko akceptowanym poglądem jest, iż komunikacja banku centralnego kształtuje oczekiwania podmiotów gospodarczych dotyczące przyszłej ścieżki stóp procentowych wpływając – łącznie z oczekiwaniami inflacyjnymi – na poziom średnio- i długoterminowych stóp procentowych, a tym samym na decyzje konsumpcyjne i inwestycyjne podmiotów gospodarczych. Badania empiryczne (por. m.in. Kohn i Sack (2004), Sebestyen i Sicilia (2005), Anderson i in. (2006), Reeves i Sawicki (2007), Ehrmann i Fratzscher (2007)) potwierdzają, iż komunikacja banków centralnych wpływa na ceny instrumentów finansowych, w tym zwłaszcza na rentowności obligacji, co świadczy o jej roli w kształtowaniu oczekiwań rynkowych dotyczących przyszłych stóp procentowych, a tym samym o jej roli w mechanizmie transmisji polityki pieniężnej. Literatura potwierdza również, iż odpowiednia komunikacja banku centralnego zwiększa przewidywalność polityki pieniężnej. Z przeglądu badań dotyczących komunikacji wynika w szczególności, że sygnalizowanie przyszłego kierunku działań banku centralnego (zwłaszcza poprzez jakościowe komunikowanie intencji banku centralnego – w

literaturze nie ma bowiem konsensu co do roli publikacji przyszłej ścieżki stóp procentowych) pozwala lepiej kształtować oczekiwania co do kształtu polityki pieniężnej w kolejnych okresach. Dużą wartość informacyjną, przyczyniającą się do zwiększenia przewidywalności decyzji władz monetarnych, mają także informacje o rozkładzie głosów w głosowaniach członków ciał decyzyjnych (tj. imienne wyniki głosowań).

Bibliografia

1. Andersson M., Hansen J.L., Sebestyen S., (2006), Which news moves the euro area bond market?, ECB Working Paper 631.
2. Archer D., (2004), *Communication with the Public*, w: Practical Experience with Inflation Targeting, Narodowy Bank Czech, 145-155.
3. Bernanke B., Reinhart V., Sack B., (2004), *Monetary Policy Alternatives at the Zero Bound: An Empirical Assessment*, Brookings Papers on Economic Activity, 2, 1-100.
4. Bernoth K., von Hagen J., (2004), *The Euribor Futures Market: Efficiency and the Impact of ECB Policy Announcements*, International Finance, 7 (1), 1-24.
5. Blattner T., Catenaro M., Ehrmann M., Strauch R., Turunen J., (2008), *The Predictability of Monetary Policy*, EBC Occasional Paper No. 83.
6. Blinder A., (2004), *The Quiet Revolution: Central Banking Goes Modern*, New Haven, CN: Yale University Press.
7. Blinder A., (2007), *Monetary Policy by Committee: why and how?*, European Journal of Political Economy 23, 106-123.
8. Blinder A., (2009), *Talking about Monetary Policy: The virtues (and vices?) of Central Bank Communication*, BIS Working Paper 274, marzec.
9. Blinder A., Ehrmann M., Fratzscher M., De Haan J., Jansen D.J., (2008), *Central Bank Communication and Monetary Policy a Survey of Theory and Evidence*, NBER Working Paper 13932.
10. Brzoza-Brzezina M., Kot A., (2008), *The Relativity Theory Revisited: Is Publishing Interest Rate Forecasts Really so Valuable?*, National Bank of Poland Working Paper No. 52.
11. Calvo G., (1978), *On the Time Consistency of Optimal Policy in the Monetary Economy*, Econometrica 46 (6), 1411-28.
12. Coffinet J., Gouteron S., (2007), *Euro Market Reactions to the Monetary Developments Press Release*, ECB Working Paper 792.
13. Cukierman A., Meltzer A., (1986), *A Theory of Ambiguity, Credibility and Inflation under Discretion and Asymmetric Information*, Econometrica 54 (4), 1099-1128.
14. Czogała A., Kot., A., (2007), *Oczekiwania inflacyjne polskich przedsiębiorstw*, Gospodarka Narodowa, kwiecień.
15. De Haan J., Eijffinger S., (2000), *The Democratic Accountability of the European Central Bank: A Comment on Two Fairy-tales*, Journal of Common Market Studies, 38 (3), 393-407.
16. De Haan J., Jansen D.J., (2009), *The Communication Policy of the European Central Bank: An Overview of the First Decade*, DNB Working Paper No. 212.

17. Demiralp S., Jorda O., (2002), *The Announcement Effect: Evidence from Open Market Desk Data*, Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review, 8, 29-48.
18. Ehrmann M., Fratzscher M., (2007), *Communication by Central Bank Committee Members: Different Strategies, Same Effectiveness*, Journal of Money, Credit and Banking 39 (2-3).
19. Ehrmann M., Fratzscher M., (2008), *Purdah – On the Rationale for Central Bank Silence Around Policy Meetings*, ECB Working Paper Series No. 868.
20. Ferrero G., Secchi A., (2009), *The Announcement of Monetary Policy Intentions*, Banca D'Italia Working Paper No. 720.
21. Fracasso A., Genberg H., Wyplosz Ch., (2003), *How do Central Banks Write? An Evaluation of Inflation Reports by Inflation Targeting Central Banks*, Geneva Reports on the World Economy Special Report 2.
22. Garcia-Herrero A., Remolona E., (2008), *Managing Expectations by Words and Deeds: Monetary Policy in Asia and the Pacific*, BSP-BIS High-Level Conference on Transparency and Communication in Monetary Policy, 1 lutego, Manila.
23. Gerlach-Kristen P., (2004), *Is the MPC's Voting Record Informative about Future UK Monetary Policy?*, Scandinavian Journal of Economics, 106(2), 299-313.
24. Gerlach-Kristen P., Meade E., (2010), *Is there a Limit on FOMC Dissents? Evidence from the Greenspan Era*, BIS Working Paper, marzec.
25. Goodfriend M., (1986), *Monetary Mystique: Secrecy and Central Banking*, Journal of Monetary Economics, 17 (1), 63-92.
26. Goodhart Ch., (2001), *Monetary Policy Transmission Lags and the Formulation of the Policy Decision on Interest Rates*, Federal Reserve Bank of St. Louis Review, 83 (4), 165-81.
27. Gosselin P., Lotz A., Wyplosz Ch., (2007), *Interest Rate Signals and Central Bank Transparency*, CEPR Discussion Paper 6454.
28. Holmsen A., Qvigstad J., Røisland Ø., Solberg-Johansen K., *Communicating Monetary Policy Intentions: The case of Norges Bank*, Norges Bank Working Paper 20.
29. Jansen D.J., (2010), *Does the Clarity of Central Bank Communication Affect Volatility in Financial Markets? Evidence from Humphrey-Hawkins Testimonies*, Contemporary Economic Policy, w druku.
30. Jansen D.J., De Haan J., (2007), *The Importance of Being Vigilant. Has ECB Communication Influenced Euro Area Inflation Expectations?*, CESifo Workin Paper No. 2134.
31. Kohn D., Sack B., (2004), *Central Bank Talk: Does it Matter and Why?*, w: *Macroeconomics, Monetary Policy, and Financial Stability*, Ottawa: Bank of Canada, 175-206.
32. Kydland F., Prescott E., (1977), *Rules Rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans*, Journal of Political Economy 85, No. 3, 473-92.
33. Lange J., Sack B., Whitesell W., (2003), *Anticipations of Monetary Policy in Financial Markets*, Journal of Money, Credit, and Banking, 35 (6), 889-909.
34. Łyziak T., Mackiewicz J., Stanisławska E., (2007), *Central bank transparency and credibility: The case of Poland, 1998-2004*, European Journal of Political Economy 23, 67-87.
35. Manzke B., Toedter K.H., (2007), *The welfare effects of inflation: a cost-benefit perspective*, Deutsche Bundesbank Discussion Paper No. 33/2007.
36. Mishkin F., (2004), *Can Central Bank Transparency Go Too Far?*, NBER Working Paper 10829.

37. Poole W., Rasche R., (2003), *The Impact of Changes in FOMC Disclosure Practices on the Transparency of Monetary Policy: Are Markets and the FOMC Better "Synched"*, Federal Reserve Bank of St. Louis Review, 85 (1), 1-10.
38. Reeves R., Sawicki M., (2007), *Do Financial Markets React to Bank of England Communication?*, European Journal of Political Economy, 23 (1), 207-27.
39. Rozkrut M., (2008), *It's not only WHAT is said, it's also WHO the speaker is. Evaluating the effectiveness of central bank communication*, National Bank of Poland Working Paper No. 47.
40. Sahminan S., (2008), *Effectiveness of Monetary Policy Communication in Indonesia and Thailand*, BIS Working Paper No. 262.
41. Sebestyen S., Sicilia J., (2005), *Is the External Communication of the European Central Bank effective?*, niepublikowane.
42. Shmidt S., Nautz D., (2010), *Central Bank Communication and the Perception of Monetary Policy by Financial Market Experts*, School of Business and Economics Working Paper 2010/29.
43. Sirchenko A., (2011), *Policymakers' Votes and Predictability of Monetary Policy*, EUI Working Paper ECO 2011/05.
44. Swanson E., (2006), *Federal Reserve Transparency and Financial Market Forecasts of Short-Term Interest Rates*, Journal of Money, Credit, and Banking, 38 (3), 791-819.
45. Tang M-K, Yu X, (2011), *Communication of Central Bank Thinking and Inflation Dynamics*, IMF Working Paper 11/209
46. Ullrich K., (2008), *Inflation Expectations of experts and ECB communication*, ZEW Discussion Paper No. 07-054.